

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### **2.1 Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang telah ada memperlihatkan berbagai kemampuan rasio keuangan sebagai alat prediksi yang cukup memadai. Berbagai penelitian yang meneliti rasio keuangan sebagai prediktor peringkat obligasi telah berhasil ditemukan. Penelitian serupa dengan mengambil salah satu produk di pasar modal Indonesia sebagai observasi masih sangat langka dan hasil yang ditunjukkan oleh penelitian-penelitian tersebut beragam.

##### **2.1.1 Grace Putri Sejati (2010)**

Penelitian yang dilakukan oleh Sejati berusaha melihat penggabungan antara faktor akuntansi dan non akuntansi yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur di Indonesia. Variabel dependent berupa peringkat obligasi PT. Pefindo yang berkategori *investment grade* dan *non investment grade*. Variabel Independent berupa rasio profitabilitas (ROA), likuiditas (*Current ratio*), tingkat pertumbuhan (*book to market value of common equity*), ukuran perusahaan (total aset), dan reputasi auditor. Dengan menggunakan data sampel sepuluh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2003-2008 dan teknik analisis yang dipakai hanya regresi logistik.

Hasil yang diperoleh dari penelitiannya yang paling dominan mempengaruhi peringkat obligasi adalah *growth* yang diukur dengan *book to market value of*

*common equity*. Besarnya nilai signifikansi dari *growth* lebih kecil dari taraf signifikansi lima persen dan bila dibandingkan dengan variabel independent lainya yang diteliti, *growth* memperoleh nilai signifikansi yang terkecil. Reputasi auditor tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Berdasarkan pada hasil uji logistik, menunjukan bahwa 79,2% model logit dapat memprediksikan dengan benar peringkat obligasi dengan kategori *non investment grade* dan 94,4% model logit dapat memprediksikan peringkat obligasi dengan kategori *investment grade*.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu sama-sama menggunakan variabel independen yang dapat digunakan untuk memprediksi tingkat obligasi yaitu rasio profitabilitas, likuiditas, tingkat pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Variabel dependen menggunakan kategori peringkat obligasi. Penelitian ini hanya menggunakan sample dari perusahaan manufaktur saja. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang sama-sama menggunakan regresi logistik.

Perbedaannya, dalam penelitian sebelumnya menggunakan faktor akuntansi dan non akuntansi. Variabel yang digunakan rasio profitabilitas, likuiditas, tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan dan reputasi auditor. Sedangkan untuk penelitian ini menggunakan faktor akuntansi saja yaitu, rasio likuiditas, profitabilitas, aktivitas, *leverage*, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Penelitian terdahulu menguji peringkat obligasi periode penelitian tahun 2003-2008, sedangkan penelitian ini menguji kategori peringkat obligasi pada tahun 2011-2014

### 2.1.2 Maylia Pramono Sari (2007)

Penelitian yang dilakukan Maylia adalah penelitian untuk menguji kembali variabel-variabel (rasio keuangan) manakah yang mempunyai kemampuan yang signifikan dalam membentuk model untuk memprediksi. Sampel yang dipakai berkriteria perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dan terdaftar peringkat di Pefindo tahun 1999-2004. Variabel dependent yang hendak diuji berupa peringkat obligasi yang terbagi dua kategori, *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, D). Variabel independnya berupa rasio keuangan likuiditas, *leverage*, profitabilitas, produktifitas, dan solvabilitas perusahaan. Sari menggunakan dua puluh dua proksi dari kelima rasio tersebut untuk diteliti. Teknik analisis yang dipakai dalam penelitian ini adalah uji beda untuk menguji hipotesis satu dan analisis *Multiple Diskriminant Analys*(MDA) model *stepwise* untuk menguji hipotesis dua.

Hasil yang dicapai dalam penelitiannya, hipotesis satu terbukti bahwa ada dua puluh proksi yang dapat membedakan peringkat obligasi antara *investment grade* dengan *non investment grade*. Pengujian pada hipotesis kedua dengan menggunakan MDA membuktikan bahwa ada sembilan proksi dari dua puluh dua proksi yang diteliti, mampu membentuk model dalam pengklasifikasian peringkat obligasi antara *investment grade* dengan *non-investment grade* antara lain: *leverage*(*Debt to Equity*), likuiditas (*Current Liabilities/Working Capital* dan *Working Capital/Total Asset*), solvabilitas (*Net Worth/Total Liabilities* dan *Net Worth/Long Term Liabilities*), profitabilitas (*Operating Income/Sales* dan *Cash Flow from Operating/Total Sales*),

produktifitas (*Sales/Total Asset* dan *Cash Flow from Operating/Total Asset*).Tingkat validasi menunjukan prosentase yang tinggi yaitu 96,9% membuktikan bahwa model ini sangat bagus dalam memprediksi peringkat obligasi.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang terdahulu adalah variabel dependen yang dipakai kategori peringkat obligasi. Variabel independen menggunakan rasio likuiditas, profitabilitas, *leverage*, dan produktifitas. Sample yang dipakaisama-samamemakai perusahaan manufaktur.

Perbedaannya, jika pada penelitian terdahulu hanya menggunakan variabel independen rasio likuiditas, *leverage*, profitabilitas, solvabilitas, dan produktifitas, pada periode penelitian tahun 1999-2004, namun pada penelitian ini menggunakan rasio likuiditas, *leverage*, profitabilitas, produktifitas dengan ditambah variabel *growth* dan ukuran perusahaan dengan periode penelitian 2011-2014. Teknik analisis yang dipakai untuk penelitian ini yaitu regresi logistik, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan MDA (*Multiple Discriminant Analys*)

### **2.1.2Magreta & Poppy Nurmayanti (2009)**

Penelitian yang dilakukan Nurmayanti bertujuan untuk menguji kembali faktor-faktor yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ditinjau dari faktor akuntansi dan non akuntansi. Variabel akuntansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *size* perusahaan, likuiditas, *leverage*, dan produktifitas. Variabel non akuntansi yang dipakai adalah *secure,maturity* dan reputasi auditor. Sampel yang dipilih adalah perusahaan

manufaktur yang terdapat di BEI pada tahun 2003-2008 dan telah memperoleh peringkat dari Pefindo. Berdasarkan kriteria tersebut terpilihlah sepuluh perusahaan emiten. Alat yang digunakan untuk penelitian yaitu regresi logistik.

Hasil penelitian ini mengemukakan bahwa rasio likuiditas (*current ratio*), *Leverage (Debt to Equity Ratio)*, *maturity*, reputasi auditor, dan ukuran perusahaan (*Log of total asset*) tidak berpengaruh dalam prediksi tingkat obligasi. Faktor akuntansi yang berpengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi adalah profitabilitas (ROI) dan produktifitas (*Total Asset Turn Over*), sedangkan, faktor non akuntansi yang berpengaruh hanya *secure*. Nilai variabilitas yang terjadi pada variabel dependen yaitu peringkat obligasi yang termasuk *high investment* dan *low investment* dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independennya sebesar 45,7% dan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu sama-sama menggunakan variabel dependen yang dipakai juga sama yaitu, kategori *investment grade* dan *non investment grade*. Variabel independen yang sama dari penelitian terdahulu ialah rasio produktivitas yang menggunakan proksi ROA dan rasio *leverage*. Teknik analisis yang digunakan juga sama-sama regresi logistik

Perbedaannya, penelitian terdahulu menggunakan variabel rasio likuiditas, produktifitas dan faktor non akuntansi memakai *maturity*, *secure*, dan reputasi auditor, tetapi pada penelitian ini menggunakan rasio aktivitas, rasio profitabilitas, *growth* dan ukuran perusahaan. Periode penelitian terdahulu yaitu tahun 2003-2008, namun periode penelitian ini adalah tahun 2011- 2014.

### 2.1.3 Hyun Joon, Kim & Zheng, Gu (2004)

Penelitian yang dilakukan Joon bertujuan untuk menguji faktor-faktor keuangan yang mempengaruhi peringkat obligasi pada perusahaan jasa perhotelan dan casino di Amerika pada periode tahun 1996-2000. Sampel yang digunakan 25 perusahaan perhotelan dan casino yang peringkat obligasinya terdaftar di *Moody's record* dan *COMPUSTAT annual industrial file*. Variabel penelitian yang digunakan adalah *leverage* ( *Long term debt to total capitalization* ), kemampuan membayar hutang ( *EBIT / Interest charges* ), efisiensi dalam beroperasi ( *asset turnover* ), profitabilitas ( *ROA* ), dan ukuran perusahaan ( *Total Aset* ). Dengan menggunakan model OLS ( *Ordinary Least Square* ). Variabel dependen menggunakan peringkat obligasi kategori *non investment grade* (Baa, Ba, B, Caa, dan Ca). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa hanya 3 variabel yang signifikan mempengaruhi peringkat obligasi yaitu *number of times interest earned ratio*, *ROA* dan *total aset*. Tingkat kebenaran yang diperoleh untuk memprediksi hanya 60%.

Persamaan dengan penelitian ini adalah variabel dependen yang dipakai yaitu peringkat obligasi dari dua kategori yaitu *investment grade* dan *non investment grade* dan variabel independen seperti *leverage* (LTDE), produktivitas (*total asset turnover*), profitabilitas ( *ROA* ), dan ukuran perusahaan (Total Aset).

Perbedaannya, jika penelitian terdahulu selain menggunakan variabel rasio *leverage*, profitabilitas, efisiensi dalam beroperasi, dan ukuran perusahaan juga menggunakan rasio kemampuan membayar hutang (*EBIT / Interest charges*). Pada penelitian ini selain menggunakan rasio produktivitas (*total asset turnover*), dan

ukuran perusahaan (Total Aset) juga ditambah menggunakan rasio likuiditas (*quick ratio*), dan *growth*. Teknik analisis penelitian ini menggunakan regresi logistik, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan OLS (*Ordinary Least Square*). Penelitian terdahulu meneliti pada perusahaan jasa perhotelan dan casino periode tahun 1996-2000, namun pada penelitian ini meneliti obligasi perusahaan manufaktur periode penelitian 2011-2014.

## **2.2 Landasan Teori**

### **1. Pengertian Obligasi**

Obligasi adalah suatu pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi dan janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon bunganya kelak pada saat jatuh tempo pembayaran (Adrian Sutedi 2009 : 1). Menurut Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1199/KMK.010/1991, obligasi adalah bukti utang dari emiten yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lainnya serta pelunasan pokok pinjaman yang dilakukan pada tanggal jatuh tempo, sekurang-kurangnya tiga tahun sejak tanggal emisi.

Jadi surat obligasi merupakan selembarnya kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut memberikan pinjaman kepada perusahaan yang menerbitkan surat obligasi. Obligasi memberikan pendapatan tetap berupa kupon bunga yang dibayar secara reguler dengan tingkat bunga yang kompetitif serta pokok utang yang dibayar secara tepat waktu pada saat jatuh tempo yang telah ditentukan.

## 2. Karakteristik Utama Obligasi

Sama dengan surat hutang lainnya ,begitupun obligasi mempunyai karateristik yang membedakan obligasi dengan surat hutang lainnya. Uraian penjelasanya seperti dibawah ini : (Brigham & Houston 2010 : 274-277).

### a. Nilai Nominal

Nilai nominal (nilai pari) adalah nilai nominal/pokok obligasi yang ditetapkan oleh emiten pada saat obligasi tersebut ditawarkan emiten oleh emiten kepada investor.

### b. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik adalah merupakan nilai teoritis dari suatu obligasi. Diperoleh dari hasil estimasi nilai saat ini (*Present Value*) dari semua aliran kas obligasi dimasa yang akan datang.

### c. Suku Bunga Kupon

suku bunga kupon merupakan suku bunga tahunan yang ditetapkan atas obligasi.

### d. Suku Bunga Mengambang

Suku bunga mengambang merupakan suku bunga yang ditentukan selama periode tertentu (6 bulan), setelah itu disesuaikan setiap 6 bulan berdasarkan suku bunga pasar.

### e. Suku Bunga Nol

Suku bunga nol merupakan obligasi yang tidak membayar bunga tahunan.



#### f. Tanggal Jatuh Tempo

Tanggal jatuh tempo merupakan umur obligasi dimana nilai nominal obligasi harus dibayar. Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau berakhirnya masa pinjaman (maturity). Secara umum masa jatuh tempo obligasi adalah 5 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena dianggap risikonya kecil.

#### g. Provisi Penarikan

Provisi penarikan merupakan provisi dalam kontrak obligasi yang memberikan hak kepada penerbit untuk menebus obligasi pada jangka waktu tertentu sebelum tanggal jatuh tempo normal. Besarnya provisi penarikan lebih tinggi dari nilai nominalnya, selisihnya disebut premi penarikan.

#### h. Dana Pelunasan

Premi dana pelunasan merupakan provisi dalam kontrak obligasi yang mengharuskan penerbit untuk menarik sebagian dari obligasi setiap tahun.

#### i. Indenture

Indenture adalah dokumen legal yang memuat hak-hak pemegang obligasi dan emiten obligasi. Dokumen tersebut mencakup spesifikasi tertentu seperti waktu jatuh tempo obligasi, waktu pembayaran bunga dan lain sebagainya.

#### j. Tingkat Penghasilan Sekarang

Tingkat penghasilan sekarang merupakan rasio pembayaran tahunan terhadap harga obligasi di pasar.

### 3. Jenis-jenis Obligasi

Obligasi yang beredar di pasar modal ada berbagai macam jenisnya dan dibedakan berdasarkan berbagai hal. Inilah pembahasan berbagai jenis obligasi (Adrian Sutedi 2009 : 7-25).

#### **A. Obligasi Berdasarkan Penerbitnya**

##### **i. Obligasi Pemerintah (*Treasury Bond*)**

Obligasi pemerintah merupakan obligasi yang dikeluarkan pemerintah guna membiayai pembangunan ekonomi. Obligasi ini memiliki waktu jatuh tempo panjang, berkisar 25 tahun merupakan obligasi atas nama, tidak bisa ditarik dan diberi fasilitas pajak. Obligasi pemerintah biasanya memiliki tingkat kupon bunga lebih rendah yang tentunya akan memberikan *yield to maturity* (YTM) yang lebih rendah pula, namun, tingkat risiko boleh dikatakan hampir tidak ada.

##### **ii. Obligasi Instansi (*Agency Bond*)**

Obligasi instansi merupakan obligasi yang diterbitkan oleh instansi milik pemerintah, seperti BUMN, proyek pemerintah, dan lain-lain. Obligasi ini walaupun tidak dijamin oleh pemerintah, tetapi tetap mendapat dukungan dari pemerintah dan memperoleh fasilitas pajak.

##### **iii. Obligasi Pemerintah Daerah (*Municipal Bond*)**

Obligasi pemerintah daerah adalah obligasi yang dikeluarkan oleh Pemda Tingkat I, Tingkat II maupun instansi pemerintah lainnya. Sifat utama jenis obligasi ini adalah pembebasan pajak.

##### **iv. Obligasi Perusahaan (*Corporate Bond*)**

Obligasi perusahaan adalah obligasi yang dikeluarkan perusahaan atau perseroan dalam rangka memenuhi struktur permodalan. Obligasi perusahaan menjadi menarik karena memberikan kupon yang relatif tinggi. Sifat umum obligasi ini adalah: (i) bunga dibayarkan tengah tahun; (ii) dikeluarkan sebagai obligasi berjangka dengan satu jatuh tempo; (iii) jatuh tempo antara 20 sampai 30 tahun dengan penarikan yang ditangguhkan setelah 5 tahun.

### **B. Obligasi Berdasarkan Masa Jatuh Temponya**

#### **i. Obligasi Berjangka (*Term Bond*)**

Obligasi berjangka yaitu obligasi yang memiliki satu tanggal jatuh tempo yang cukup panjang.

#### **ii. Obligasi Serial (*Serial Bond*)**

Obligasi serial yaitu obligasi yang memiliki serangkaian tanggal jatuh tempo.

### **C. Obligasi berdasarkan Kupon Pembayaran**

#### **i. Obligasi Diskon (*discount bond*)**

Obligasi yang diperdagangkan dengan harga pasar lebih rendah dari nilai par dan memberi kupon yang lebih rendah dari obligasi keluaran baru.

#### **ii. Obligasi Premium (*Premium Bond*)**

Obligasi dengan harga pasar lebih tinggi dari nilai par dan memberi kupon yang lebih tinggi dari obligasi keluaran baru.

#### **D. Obligasi Berdasarkan Call Feature**

##### **i. Freely callable**

Freely callable artinya penerbit obligasi dapat menariknya tiap waktu sebelum jatuh tempo. Jenis obligasi ini memberikan keuntungan kepada *issuer* bila dikaitkan dengan suku bunga . Jika suku bunga obligasi jauh lebih tinggi dari suku bunga pinjaman ,maka *issuer* akan membeli kembali obligasi dana pinjaman.

##### **ii. Non Callable**

*Non callable* artinya penerbit tidak dapat menariknya sebelum jatuh tempo, kecuali *issuer* melalui mekanisme pasar.

##### **iii. Deferred Call**

*Deferred call* artinya penerbit obligasi dapat menariknya hanya setelah jangka waktu tertentu (umumnya 5 samapai 10 tahun). *Deferred Call* merupakan kombinasi antara *Freely callable bond* dan *Noncallable bond*.

#### **E. Obligasi Berdasarkan Jenis Jaminan (*collateral*) yang Mendukung**

##### **i. Secured Bond**

*Secured bond* yaitu obligasi yang sepenuhnya terjamin karena didukung oleh tuntutan atau hak legal atas kekayaan tertentu milik penerbit obligasi, seperti: (i) Obligasi hipotik (*mortgage bond*), obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan dengan menggunakan jaminan suatu aktiva riil, misalnya yang dijamin oleh *real estate*; (ii) Sertifikat *trust* peralatan (*equipment trust certificate*), jaminan peralatan, misal: perusahaan kereta api.

ii. *Unsecured Bond*

*Unsecured bond* yakni obligasi yang hanya dijamin dengan janji penerbit untuk membayar bunga dan prinsipal berdasarkan:

1. Tanda Hutang (*debenture*), yaitu tuntutan atau hak atas penghasilan penerbit setelah hak dari obligasi lain;
2. Obligasi Penghasilan (*income bond*), yaitu hutang yang bunganya dibayar hanya setelah penghasilan penerbit mencapai jumlah tertentu.

**F. Obligasi Berdasarkan Pemegangnya**

i. Obligasi Atas Nama (*Register Bond*)

Obligasi ini merupakan obligasi yang dikeluarkan kepada pemilik tertentu, dan nama dari pemegang obligasi secara formal terdaftar pada penerbit dan bunga dibayar otomatis kepada pemilik.

ii. Obligasi Atas Unjuk (*Bearer Bond*)

Obligasi yang ini merupakan obligasi yang pemegangnya dianggap sebagai pemilik obligasi tersebut, dan penerbit tidak mendaftarkan nama pemilik dan bunga dibayar berdasarkan kupon.

**G. Obligasi Berdasarkan Sistem Pembayaran Bunga**

i. *Coupon Bond*

*Coupon Bond* yaitu obligasi yang bunganya dibayarkan secara periodik, ada yang setiap triwulan, semesteran, atau tahunan. Pada surat berharga obligasi yang

diterima oleh investor terdapat bagian yang dapat dirobek untuk mengambil bunga dari obligasi tersebut yang disebut kupon obligasi.

ii. *Zero Coupon Bond*

*Zero Coupon Bond* merupakan obligasi yang tidak mempunyai kupon, sehingga investor tidak menerima bunga secara periodik, namun bunga langsung dibayarkan sekaligus pada saat pembelian.

## **H. Obligasi Berdasarkan Tingkat Bunga**

i. Obligasi dengan Bunga Tetap (*Fixed Rate Bond*)

Obligasi dimana bunga pada obligasi tersebut ditetapkan pada awal penjualan obligasi dan tidak berubah sampai masa jatuh tempo.

ii. Obligasi dengan Bunga Mengambang (*Floating Rate Bond*)

Obligasi dimana bunga pada obligasi ini ditetapkan pada waktu pertama kali untuk kupon pertama, sedangkan pada waktu jatuh tempo kupon pertama maka ditentukan tingkat bunga untuk kupon berikutnya, demikian pula seterusnya.

iii. Obligasi dengan Bunga Campuran (*Mixed Rate Bond*)

Obligasi dengan bunga campuran yaitu obligasi yang merupakan gabungan dari obligasi dengan bunga tetap dan dengan bunga mangambang. Bunga tetap ini ditetapkan untuk periode tertentu biasanya pada periode awal dan selanjutnya bunganya mengambang.

#### 4. Risiko Investasi Obligasi

Obligasi berdasarkan sudut pandang investor, merupakan suatu aset (*financial assets*), yaitu: suatu sekuritas yang dapat memberikan pendapatan tetap namun berbobot risiko. Bagi investor yang selalu mengelak risiko, maka investasi dalam obligasi adalah instrumen yang paling tepat (Brigham & Houston 2010 : 380-383)

Berbagai jenis-jenis risiko pada obligasi adalah sebagai berikut:

##### A . *Interest-Rate Risk*

Harga dari sebuah obligasi akan berubah pada arah yang berlawanan dari perubahan tingkat bunga: Jika tingkat suku bunga naik, maka harga obligasi akan turun. Begitu pula sebaliknya, jika suku bunga turun maka harga obligasi akan naik. Jika seorang investor harus menjual obligasi sebelum jatuh tempo, peningkatan tingkat suku bunga bermakna bahwa investor akan mengalami *capital loss* (misal investor menjual obligasi dibawah harga beli). Risiko jenis ini dikenal dengan *interest-rate risk* atau *market risk*. Risiko ini merupakan risiko yang pada umumnya dialami oleh investor pada pasar obligasi.

##### B . *Reinvestment Risk*

Variabilitas pada tingkat reinvestment akibat adanya perubahan pada tingkat bunga pasar dinamakan *reinvestment risk*.

##### C . *Call Risk*

Sebagian perusahaan menetapkan untuk menarik atau membeli obligasi yang diterbitkannya pada harga dan waktu tertentu. Hal ini menyebabkan investor akan

mengalami *call risk* dimana pada tanggal tertentu perusahaan penerbit obligasi akan menarik kembali obligasinya.

#### D . *Default Risk*

*Default Risk* juga berkaitan dengan risiko gagal bayar, artinya risiko penerbit obligasi yang mengalami kebangkrutan. Akibat adanya risiko ini, obligasi yang memiliki *Default Risk* dalam perdagangan di pasar obligasi mempunyai harga yang rendah dibandingkan dengan *Treasury securities*. Dilain pihak, obligasi ini dalam perdagangan di pasar obligasi memiliki yield yang lebih besar dari *treasury bond*.

#### E. *Inflation Risk*

Peningkatan *Inflation risk* atau *purchasing power risk* disebabkan oleh bervariasinya nilai aliran kas yang diterima oleh investor akibat dampak adanya *security due inflation*. Contohnya jika investor membeli obligasi pada tingkat kupon sebesar 7%, tetapi tingkat inflasi adalah 8%, maka *purchasing power* aliran kas secara nyata akan dikurangi.

#### F . *Exchange-Rate Risk*

Obligasi yang diperdagangkan denominasi valuta asing, memiliki nilai yang tidak dapat diketahui dengan pasti. Nilai obligasi dalam mata uang lokal baru dapat diketahui ketika pembayaran kupon atau nilai pokok pinjaman terjadi.

#### G. *Liquidity Risk*

*Liquidity* atau *marketable risk* bergantung pada kemudahan suatu obligasi untuk dijual kembali sebesar nilai obligasinya.



## H . *Volatility Risk*

Harga suatu jenis obligasi tertentu bergantung pada tingkat suku bunga dan faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi nilai obligasi tersebut. Perubahan pada faktor-faktor tersebut berpengaruh pada harga obligasi. Risiko jenis ini dikenal dengan *volatility risk*.

## 5. Peringkat Obligasi

Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi (*credit ratings*). Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan (Brigham & Houston 2010 : 372). Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan dari kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Penentuan tingkat skala tersebut memperhitungkan beberapa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi. Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat yang memberikan jasa penilaian terhadap obligasi yang beredar untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi, yang merupakan petunjuk tentang kualitas investasi obligasi yang diminati. Peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan penghutang dan kemungkinan apa yang dapat dan akan dilakukan sehubungan hutang yang dimiliki, sehingga dapat dikatakan bahwa peringkat mencoba mengukur risiko *default*, emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (gagal bayar).

Dipandang dari sisi investornya, adanya agen pemeringkat akan membantu dalam memberikan informasi investasi mengenai kemampuan emiten dilihat dari aspek ekonomi dan keuangan. Peringkat dari tiap obligasi yang dilakukan oleh agen pemeringkat memberikan gambaran tentang kredibilitas (*creditworthiness*) dan mempengaruhi penjualan obligasi yang bersangkutan. Secara umum, emiten atau perusahaan penerbit mendapatkan manfaat dari pemeringkatan obligasi, dikarenakan peringkat obligasi merupakan indikator *default*, mempunyai pengaruh langsung dan terukur terhadap tingkat bunga obligasi dan biaya modal perusahaan dan sebagian obligasi dibeli oleh investor lembaga bukan individual, maka obligasi yang berada di level bawah merupakan petunjuk bahwa obligasi baru belum dapat diterbitkan.

### **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi**

Faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi secara kuantitatif maupun kualitatif menurut Brigham & Houston (2010 : 373-376) adalah sebagai berikut:

1. Berbagai macam rasio-rasio keuangan, termasuk *debt ratio*, *current ratio*, *profitability* dan *fixed charge coverage ratio*. Semakin baik rasio-rasio keuangan tersebut semakin tinggi rating tersebut.
2. Provisi Hipotek : jika obligasi dijamin oleh hipotek dengan nilai properti yang tinggi, maka peringkat obligasi meningkat.
3. Provisi Subordinasi : jika obligasi menjadi subordinasi dari hutang lainnya maka akan diberi peringkat satu tingkat di bawah peringkat yang seharusnya jika tidak disubordinasikan. Sebaliknya, suatu obligasi dengan utang lain disubordinasikan di bawahnya akan diberi peringkat yang sedikit lebih tinggi.

4. Provisi Penjaminan : jika hutang perusahaan yang lemah dijamin oleh perusahaan yang kuat, maka obligasi diberi peringkat lebih tinggi
5. Dana Pelunasan : apakah obligasi memiliki dana pelunasan untuk memastikan adanya pembayaran yang sistmatis? Fitur ini adalah faktor plus bagi agen pemeringkat.
6. Jatuh Tempo : obligasi dengan jangka waktu yang lebih singkat akan dinilai lebih kecil risikonya daripada obligasi yang jatuh temponya lebih panjang dan hal ini yang tercermin pada peringkatnya.
7. Stabilitas : apakah penjualan dan keuntungan emiten stabil ?
8. Regulasi : apakah emiten di bawah regulasi dan dapatkah iklim peraturan yang kurang baik membuat posisi ekonomi perusahaan mengalami penurunan ?
9. *Antitrust* : apakah ada tuntutan *antitrust* yang masih menggantung terhadap perusahaan sehingga dapat merusak posisinya?
10. Operasi luar negeri : berapa presentase penjualan, aktiva, dan laba perusahaanyang berasal dari operasi di luar negeri dan bagaimana iklim politik negara tersebut ?
11. Faktor-faktor lingkungan.
12. Tanggung jawab produk : apakah produk perusahaan aman ?
13. Tanggung jawab pensiun : apakah perusahaan memiliki kewajiban pensiun yang belum didanai sehingga dapat menciptakan masalah di masa depan ?

14. Masalah tenaga kerja : apakah terdapat masalah tenaga kerja di masa depan yang dapat memperlemah posisi perusahaan ? jika ya , maka menyebabkan penurunan peringkat obligasi
15. Kebijakan Akuntansi : Jika sebuah perusahaan menggunakan kebijakan akuntansi konservatif, laba yang dilaporkan akan memiliki mutu yang lebih tinggi. Jadi kebijakan akuntansi konservatif adalah faktor plus dalam peringkat obligasi.

#### **2.2.6 Kategori Peringkat Obligasi**

PEFINDO menyediakan dua jenis dasar pemberian peringkat, yaitu peringkat perusahaan dan peringkat instrument utang. Peringkat perusahaan, juga disebut Nilai *General Obligation* (GO) atau Emiten Rating, adalah suatu penilaian kelayakan kredit secara keseluruhan darisebuah perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban keuangan. Peringkat perusahaan tidak dapat secara otomatis diterapkan pada sekuritas utang tertentu, karena mereka tidakmemperhitungkan sifat dan ketentuan keamanan utang, yang berada dalam proses kepailitan atau likuidasi, preferensi perundang-undangan, atau legalitas dan *enforceability* keamananutang itu sendiri. Peringkat perusahaan atau emiten tidak memperhitungkan kelayakan kredit dari penjamin, asuransi, atau bentuk lain dari peningkatan kredit yang mendukung kualitas kredit perusahaan. Jenis penilaian ini dapat digunakan olehperusahaan atau emiten untuk memberikan penilaian terlihat ukuran kelayakan kredit relatif terhadap orang lain. Selanjutnya, peringkat perusahaan atau emiten tinjauan dapat digunakan sebagai alat

pemasaran untuk mempromosikan perusahaan. Peringkat instrumen utang adalah pendapat mengenai kelayakan kredit seorang obligor terhadap kewajiban keuangan tertentu, tingkat tertentu kewajiban keuangan, atau program keuangan tertentu. Ini didasarkan pada pertimbangan dari penjamin kredit, asuransi, atau bentuk lain dari peningkatan kredit pada kewajiban. Pendapat ini mengevaluasi kemampuan kemauan obligor untuk memenuhi komitmen keuangan saat mereka datang jatuh tempo. Jenis penilaian ini dapat membantu penerbit dalam menentukan struktur utang penerbitan (tingkat bunga, jangka waktu, peningkatan kredit). Di sisi lain, peringkat instrumen utang berguna bagi investor untuk membandingkan berbagai penerbit dan masalah utang ketika membuat keputusan investasi dan mengelola portofolio mereka.

Simbol peringkat yang digunakan PEFINDO sama dengan yang digunakan oleh S&P's, yaitu peringkat tertinggi disimbolkan dengan AAA, yang menggambarkan risiko obligasi yang terendah. Simbol dan makna peringkat obligasi yang digunakan PT PEFINDO dapat dilihat pada :

Tabel 2.1  
DAFTAR KATEGORI PERINGKAT OBLIGASI

PERINGKAT	KETERANGAN
id AAA	Efek hutang dengan peringkat AAA merupakan Efek Utang dengan peringkat tertinggi dari Pefindo yang didukung oleh kemampuan Obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjang sesuai dengan yang diperjanjikan
id AA	Efek utang dengan peringkat AA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan Obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajibn finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya
id A	Efek utang dengan peringkat AA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan Obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajibn finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya
id BBB	Efek utang dengan peringkat BBB memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan Obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajibn finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya
id BB	Efek utang dengan peringkat BB menunjukan dukungan kemampuan Obligor yang agak lemah relatif dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu
id B	Efek utang dengan peringkat B menunjukan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun Obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya.
id CCC	Efek utang dengan peringkat CCC menunjukan Efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansialnya, serta hanya tergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
id D	Efek utang dengan peringkat D menandakan Efek hutang yang macet. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Sumber : PT.Pefindo

### 2.2.7 Rasio Keuangan

Rasio keuangan merupakan ekspresi hubungan antara angka-angka laporan keuangan sehingga menghasilkan informasi yang lebih bermakna. Analisis rasio keuangan ini merupakan salah satu perwujudan ketentuan *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No. 1, yang pada intinya menyebutkan bahwa laporan keuangan harus menyajikan informasi yang bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam membuat keputusan yang rasional.

Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under* atau *overvalued* suatu sekuritas (Maylia, 2007).

#### 1. Rasio Likuiditas

Likuiditas perusahaan, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang jatuh tempo (Kasmir 2014 : 110). Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aset lancar yaitu aset yang mudah untuk diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang, persediaan. Dari aset lancar tersebut, persediaan merupakan aset lancar yang paling kurang *liquid* dibanding dengan yang lainnya. Rasio likuiditas berpengaruh secara signifikan dalam mengklasifikasikan peringkat obligasi, jadi semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut (Maylia Pramono Sari, 2007). Pada penelitian ini akan menggunakan proksi *quick ratio*, karena aset yang paling lancar diperlukan untuk

membayar bunga obligasinya. Untuk itu penting si peneliti memakai proksi *quick ratio* untuk mengukur likuidnya suatu perusahaan emiten agar dapat menanggulangi *default risk*.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{cash} + \text{bank} + \text{efek} + \text{piutang}}{\text{hutang lancar}} \dots\dots\dots (1)$$

## 2. Rasio Leverage

*Leverage* suatu perusahaan menunjukkan proporsi penggunaan hutang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Penelitian Magreta & Poppy Nurmayanti (2009) menemukan bahwa semakin besar rasio *leverage* perusahaan cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Tingkat rasio *leverage* yang tinggi mengartikan, bahwa tingkat hutang yang dimiliki perusahaan tersebut tinggi dan kemungkinan akan terjadi gagal bayar sangatlah tinggi. Peneliti menggunakan proksi *Long Term Debt to Equity*, karena hutang jangka panjang seperti obligasi perlu dijamin dengan modal sendiri untuk membayar pokok obligasi saat jatuh tempo nantinya.

$$\text{Long Term Debt to Equity} = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{ekuitas}} \dots\dots\dots (2)$$

## 3. Rasio Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern*. Profitabilitas yang tinggi juga dapat



menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*Default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Rasio profitabilitas yang menggunakan proksi ROI mempengaruhi secara signifikan terhadap peringkat obligasi (Margareta & Poppy Nurmawati, 2009). Selain ROI, ROA juga merupakan unsur dari rasio profitabilitas yang dapat mengukur tingkat pengembalian aset perusahaan. Nilai aset yang dimiliki perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar obligasi yang jatuh tempo.

$$ROA = \frac{\text{laba bersih}}{\text{total aktiva}} \dots\dots\dots(3)$$

#### 4. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi dan sangat efektif cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Hal ini juga menunjukkan perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi akan lebih mampu memenuhi kewajibannya secara lebih baik. Rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Menurut Magreta dan Poppy Nurmawati (2009) rasio produktifitas (aktivitas) berpengaruh secara signifikan terhadap *bond rating*. Semakin tinggi rasio aktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Rasio perputaran total aset ini penting untuk menilai

seberapa jauh aset yang dimiliki dapat dimanfaatkan dan menghasilkan laba untuk membayar hutang jangka panjangnya saat jatuh tempo.

$$Total Asset Turn Over = \frac{penjualan}{total asset} \dots\dots\dots(4)$$

## 5. Rasio Pertumbuhan ( *growth* )

Rasio pertumbuhan menunjukkan kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya di tengah pertumbuhan perekonomian dan sektor usahanya (Kasmir 2014:107). Semakin tinggi rasio pertumbuhan yang ditunjukkan semakin mampu perusahaan membayar segala hutangnya dan otomatis peringkat obligasi pun akan naik. Rasio pertumbuhan (*growth*) berpengaruh secara signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi berdasarkan penelitian Grace Putri Sejati (2010). Rasio pertumbuhan dalam penelitian ini di proksikan dengan presentase kenaikan penjualan. Kenaikan penjualan perusahaan emiten menunjukkan konsistensi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya dan ini menyatakan bahwa perusahaan akan semakin berkembang dan pasti mampu membayar kewajibanya saat jatuh tempo.

$$Kenaikan Penjualan = \frac{penjualan tahun ini - penjualan tahun lalu}{penjualan tahun lalu} \dots\dots\dots(5)$$

## 6. Ukuran Perusahaan ( *firm size* )

Ukuran perusahaan merupakan variabel kontrol yang dipertimbangkan dalam banyak penelitian keuangan. Secara umum *firm size* diproksi dengan total aset. Penelitian Joon (2004) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap prediksi *bond rating*. Perusahaan kaya atau perusahaan besar selalu memiliki banyak aset dan aset tersebut dapat digunakan untuk jaminan

investasi terhadap investor dalam meyakinkan mereka bahwa investasi yang dilakukan mereka itu aman. Jaminan yang digunakan untuk menjamin investasinya perlu diperhatikan para investor sebelum berinvestasi obligasi atas perusahaan lain agar terhindar dari resiko gagal bayar (Adler H. Manurung 2006 : 19). Penelitian ini akan menggunakan *log of total asset* untuk menunjukkan seberapa kaya perusahaan, semakin besar aset yang dimiliki perusahaan semakin besar pula aset yang dijamin dan artinya semakin mampu perusahaan membayar hutang yang jatuh tempo. Proksi ukuran perusahaan sangat tepat menggunakan *log of total asset* sebagai pengukur besarnya perusahaan.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln \text{total asset} \dots \dots \dots (6)$$

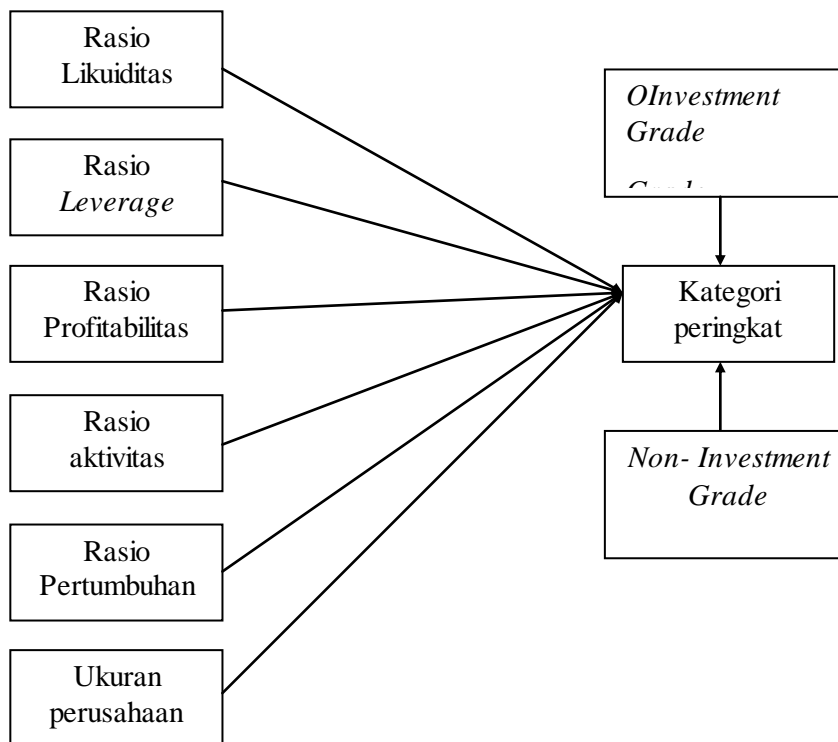
### **2.3 Kerangka Pemikiran**

Obligasi diterbitkan oleh perusahaan maupun pemerintah (emiten) sebagai surat tanda kontrak hutang jangka panjang kepada pembeli atau pemilik obligasi (investor). Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi. Peringkat obligasi menjadi begitu penting karena peringkat obligasi merupakan indikator dari resiko gagal bayarnya. Peringkat obligasi yang masuk *Non Investment Grade* memiliki resiko gagal bayar yang cukup tinggi dibandingkan dengan *Investment Grade*.

Dari penelitian sebelumnya dikemukakan bahwa rasio keuangan yang tercermin dalam laporan keuangan tahunan perusahaan dapat digunakan dalam memprediksi peringkat obligasi. Rasio keuangan tersebut meliputi rasio likuiditas,

*leverage*, profitabilitas, aktivitas dan rasio pertumbuhan. Banyak peneliti yang melakukan uji pengaruh rasio keuangan dengan peringkat obligasi menggunakan proksi yang berbeda-beda dan hasilnya juga berbeda.

Penelitian kali ini ingin menguji apakah faktor rasio likuiditas, *leverage*, profitabilitas, aktivitas, pertumbuhan dan ukuran perusahaan dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi agen pemeringkat PT.Pefindo dengan tahun pengamatan yang berbeda. (2011-2014). Berdasarkan uraian diatas maka dapat ditarik model penelitian :



Gambar 2.1  
BAGAN KERANGKA PEMIKIRAN

## **2.4 Hipotesis Penelitian**

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan untuk mengetahui kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi dinyatakan dalam hipotesis alternatif ( $H_a$ ) sebagai berikut: k

- H1: Terdapat perbedaan rasio keuangan (likuiditas, *leverage*, profitabilitas, aktivitas, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan) antara perusahaan yang peringkat obligasinya termasuk ke dalam *investment grade* dan *non-investment grade* pada perusahaan manufaktur di Indonesia.
- H2: Variabel-variabel rasio keuangan (likuiditas, *leverage*, profitabilitas, aktivitas, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan) dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi